

IX

28

(9304)

DOCUMENTO DE TRABAJO
9304

LOS FONDOS DE INVERSION MOBILIARIA,
LOS GRUPOS FINANCIEROS Y LA POLITICA
FINANCIERA ESPAÑOLA.

Tomás A. Esteve Serrano
Jorge Uxo González

NC: X530248491

**Esteve Serrano, Tomas Angel(*)
Uxo Gonzalez, Jorge**

LOS FONDOS DE INVERSION MOBILIARIA, LOS GRUPOS FINANCIEROS Y LA POLITICA FINANCIERA ESPAÑOLA

PARTE PRIMERA.- INTRODUCCION

1.1.- Objetivos y contenido

Los Fondos de Inversion Mobiliaria, desde ahora FIM, han experimentado cambios importantes en estos ultimos años originados, en gran medida, en modificaciones legislativas recientes que han favorecido su expansion, algunas afectando a la regulacion general de estas entidades financieras, otras reformando el regimen impositivo, tanto el de estas instituciones en concreto como el aplicable en el impuesto sobre la renta de las personas fisicas. Asimismo habria que considerar el efecto que han debido tener los cambios en profundidad que han experimentado los habitos de consumo e inversion financiera de los españoles en esta ultima decada.

En este trabajo se va a ofrecer una panoramica de la estructura de una parte del mercado de capitales español. Los Fondos de Inversion Mobiliaria (FIM) son unos intermediarios financieros y como tales forman parte del sistema financiero que, aunque basicamente se refiere a los intermediarios monetario-crediticios, esto es Bancos y Cajas de Ahorro, asimismo incluye otras modalidades de intermediacion, dentro de las que se situan las que realizan los FIM. Ademias, por la naturaleza de su funcion intermediadora, los FIM constituyen una parte, a veces cuantitativamente muy importante, de los mercados de capitales en la medida que canalizan sus recursos hacia la inversion en activos que se transaccionan en los mercados financieros.

En la presentacion de la estructura de la "industria" de los FIM se va a prestar especial atencion a sus relaciones con los grupos financieros, a cuyos efectos consideraremos tres bloques o clases de grupos financieros.

Cerraremos el trabajo con un repaso de algunos aspectos de la politica financiera española reciente que guarda relacion directa con la configuracion del sector y con las estrategias adoptadas por estos intermediarios financieros, tratando de extraer una

valoración de estos intermediarios y de la política financiera de las autoridades económicas españolas.

1.2.- Clasificación de los Fondos de inversión mobiliaria

La Comisión Nacional para el Mercado de Valores (CNMV) en sus publicaciones estadísticas viene utilizando una clasificación de los FIM que se basa en la composición de la cartera de cada Fondo.

Si designamos con (x) el porcentaje de su cartera ocupado por títulos o activos financieros de renta fija, o activos monetarios, tendremos varias clases o tipos de FIM, quedando cada una de ellas identificada por sus correspondientes siglas:

Clases (siglas)	Porcentaje (x) de la cartera en renta fija o activos monetarios
Fondos de renta fija (RF)	Igual al 100 %
Fondos de renta fija mixta (RFM)	Entre el 100 y el 75 %
Fondos de renta variable mixta (RVM)	Entre el 75 y el 30 %
Fondos de renta variable (RV)	Menos del 30 %
Fondos del mercado monetario (MM)	En este caso, (x) está compuesto por activos del mercado monetario, sean públicos o privados.

Ultimamente se han creado los llamados FondTesoros (FT) que son aquellos FIM que han establecido un convenio con el Tesoro sobre comisiones y otros aspectos y cuya cartera está compuesta exclusivamente por títulos públicos.

Cuando aquellos valores son títulos de Deuda pública con vencimiento a medio y largo plazo estamos ante un fondo de inversión encuadrable dentro de los de renta fija y que identificaremos con las siglas RF/FT. Cuando la cartera del FondTesoros esté invertida en activos monetarios, estaremos ante una subcategoría de los fondos del mercado monetario que recogeremos con las siglas MM/FT.

3.- Actividad de los FIM y la movilidad de los recursos financieros

Los FIM son intermediarios que nacen y que se justifican económicamente porque cubren un hueco en la estructura del sistema financiero, ofreciendo determinadas ventajas o servicios a las economías familiares.

Los Fondos de Inversion Mobiliaria (FIM) son intermediarios financieros especializados que cumplen determinadas funciones dentro del sistema y de los mercados financieros., en virtud de las cuales se facilita el acceso y la participacion en los mercados de capitales de la economias familiares a traves de la intermediacion de dichos FIM.

El activo de estos intermediarios esta constituido, en su casi totalidad, por una cartera diversificada de activos financieros en tanto que el pasivo se compone de unos pasivos financieros denominados participaciones. La funcion de los FIM equivale a vender "repartidamente" la cartera que cada FIM ha constituido a traves esas participaciones que no son sino cuotas de esa cartera.

Los FIM son entidades especializadas en la seleccion y constitucion de carteras financieras para lo que aportan, a traves de la entidad gestora de cada FIM, aparte de instalaciones e infraestructura, los conocimientos y la cualificacion de un personal especializado que conoce los datos fundamentales de cada activo financiero y que, ademas, esta al tanto de la coyuntura del mercado.

Con todo ello los FIM estan en condiciones de realizar inversiones financieras y de constituir unas carteras en condiciones mucho mejores que las que tienen la gran mayoria de las economias familiares. A efectos de la cartera conjunta que se puede conseguir, los FIM aportan la posibilidad de conseguir una dimension, media o grande, en todo caso considerablemente mayor que el tamaño medio de la cartera de una economia familiar media, lo que significa que en esa cartera la diversificacion de riesgos sera posible.

En general, los FIM ofrecen la cualificacion de unos profesionales especializados, las ventajas asociadas a la infraestructura y a la dimension, lo que les permite obtener una diversificacion de riesgos mucho mayor y mejor que la obtenible por la economia familiar media, asi como negociar con las sociedades emisoras, si hubiera necesidad de ello, condiciones de acceso y la aplicacion de comisiones mas ventajosas.

Para cerrar el circulo de las ventajas que ofrecen estas instituciones a los inversores, hay que añadir que las participaciones son activos que gozan de una amplia liquidez, porque los FIM, a traves de sus gestoras, se comprometen a reembolsar las participaciones a peticion de sus titulares

Los FIM son, seguramente, la única vía recomendable para la mayoría de las economías familiares, en el caso de que decidan invertir una parte de sus ahorros en activos financieros negociables en los mercados de capitales, en especial si cotizan en Bolsa, puesto que ofrecen las ventajas de la rentabilidad, en el marco de un nivel de riesgo controlado, más la ventaja de la liquidez de las participaciones.

Para la gran mayoría de las economías familiares, los FIM son el vehículo más indicado para realizar inversiones en los mercados financieros. La realización de la inversión en acciones u obligaciones a través de un FIM le evita la considerable inversión del tiempo que tendría que dedicar al estudio y seguimiento de los diferentes valores o activos financieros, dando por supuesto que tuviera los conocimientos técnicos mínimos necesarios. Es más, en condiciones de acentuada incertidumbre, y creciente complejidad operativa, como son las que prevalecen en la actualidad en los mercados de capitales, la inversión a través de los FIM es seguramente la única vía racional de realizar inversiones en Bolsa.

Naturalmente las ventajas que ofrecen los FIM no son gratuitas y las gestoras de estas entidades cobran unas comisiones de quienes utilizan sus servicios, pero como estas comisiones, sobre todo en Europa, son reducidas, el balance se inclina claramente a favor del uso de los FIM como vía para la inversión de las economías familiares.

Dentro del segmento de los mercados de capitales ocupado por los FIM, deben aplicarse, como en todos los mercados, pero muy especialmente en los mercados financieros, los principios generales de la máxima competencia. Solo a través de la competencia entre los FIM, y el resto de las entidades del mercado, y de la libertad de acceso se puede conseguir la asignación eficaz de los recursos. Solo a través de un sistema de competencia amplia y efectiva pueden las economías familiares obtener las máximas ventajas obtenibles y asegurar la máxima libertad de sus decisiones.

Los FIM, aquí y en todos los sitios, se mueven en un marco donde se extremen las cautelas para que se haga realidad esa competencia. Los FIM están sujetos a unas obligaciones extremas de publicidad de sus operaciones, de sus condiciones, de sus resultados etc lo que significa extrema transparencia de sus actuaciones. También está facilitada al máximo la creación y funcionamiento de estas entidades, a partir del cumplimiento de unos requisitos generales que tratan de preservar la solvencia y la independencia de estas

entidades. A las economías familiares, en cuanto inversores, se le brindan unas condiciones de información y accesibilidad amplias.

La "industria" de los FIM debe moverse en el marco de un mercado competitivo, y, en cuanto tal, debe ser posible, para las economías familiares, reajustar en todo momento, sus posiciones. Por eso un aspecto muy importante para apreciar el efectivo grado de competitividad existente de las instituciones y del mercado viene dado por las facilidades que existan tanto para la entrada como para la salida en un FIM.

Las economías familiares deben estar en condiciones de recomponer, cuando y del modo que crean conveniente, la parte de su riqueza financiera compuesta por participaciones en FIM y, por tanto, deben estar en condiciones de reajustar sus posiciones en este segmento del mercado, al igual que normalmente lo están respecto a cualquier otro activo financiero.

La filosofía que se aplica a la operativa de los FIM suele responder a esta libertad de disposición y de ajuste de las economías familiares. Los inversores son los que mandan, y de ahí que las participaciones gocen del requisito de la liquidez, y que los FIM apliquen generalmente comisiones muy bajas para la liquidación de las participaciones.

Por su propia naturaleza los FIM pueden y deben ser un vehículo para realizar inversiones financieras estables y duraderas en lo que se refiere al destino genérico de dicha inversión. La canalización de excedentes o ahorro a través de FIM podría, y debería, concebirse como una inversión y por tanto como una decisión estable y duradera a medio o largo plazo. Sin embargo la conveniencia de este carácter duradero de la inversión "genérica" no debería implicar, sin más, la estabilidad y permanencia de la inversión "específica" en unos u otros FIM individuales.

Aunque desde el punto de vista del interés económico general es conveniente que los recursos aportados al sector tengan carácter de inversión, no existen razones ni causas que justifiquen la conveniencia de que las inversiones en FIM concretos e individuales se alarguen innecesariamente. En todo caso será necesario evitar una variabilidad exagerada entre los distintos Fondos porque podría hacer peligrar la mínima estabilidad necesaria para la persistencia de un Fondo en cuanto empresa que pretende un beneficio, pero ir más allá es innecesario. En definitiva los FIM no son el destino final de los recursos: son solo unos intermediadores profesionales, y por ello reciben una remuneración, creados para potenciar y

facilitar la eleccion entre diferentes paquetes posibles de activos financieros, en cuya funcion corren unos riesgos, cuyo coste ya debe estar cubierto por las comisiones que perciben.

La competitividad exige que exista movilidad de los recursos y que, incluso, dada la rutina de muchos comportamientos financieros de las economias familiares, se estimule dicha movilidad por las autoridades. Por el contrario favorecer la permanencia en un determinado FIM, con el unico argumento, en la practica, de que fue el primero que se eligio, y, en general, limitar la reasignacion de los recursos dentro del mismo sector, son politicas que actuan directamente contra la competitividad de este sector del mercado de capitales.

En el caso de nuestro pais esta concepcion de los FIM como vehiculos meramente mediadores entre inversiones financieras alternativas todavia no esta plenamente aceptada. Concretamente nuestro sistema fiscal no favorece el reajuste de las posiciones inversores entre distintos FIM. Una vez realizada una inversion en un determinado FIM, parece que se considera que la inversion en ese FIM especifico deberia tener un caracter duradero y permanente y que, de otro modo, deberia ser penalizada con la aplicacion del gravamen que recae sobre las plusvalias que se generen.

Se podra decir que no hay en este caso ningun trato penalizador sino la aplicacion del regimen general de la imposicion sobre plusvalias. Formalmente es cierto pero esta contestacion no encara la realidad de lo que son estos intermediarios, ni lo que economica y socialmente se debe esperar de ellos.

Los FIM pueden y deben ser un instrumento excepcional para lograr la eficacia en los mercados de capitales a traves del fomento de la competitividad entre estas entidades, y entre estas y el resto de los participantes en los mercados.

A este fin responden las normas que conducen a una amplia transparencia informativa pero seguramente es la movilidad de los recursos el medio que, ademas de permitir el ejercicio de la libertad de eleccion de los inversores, es mas efectivo para incitar a los gestores en el uso mas eficaz de los recursos que reciben.

Si se quiere fomentar la maxima profesionalidad en la gestion de los ahorros de las economias familiares, y fomentar, por tanto, la competitividad en los mercados de capitales, en pocas actividades es mas aconsejable extremar la movilidad de las inversiones, dado el fuerte componente de rutina, al que ya hemos aludido, de muchas

de las decisiones que toman las economías familiares en el ámbito de las inversiones financieras. Por eso no basta con admitir la movilidad, que siempre se reconoce, sino que es necesario dar un paso adicional, e ir hacia una política activista de estímulo de dicha movilidad, sin poner en peligro, naturalmente, la gestión y la continuidad de los FIM en cuanto empresas privadas.

Es necesario facilitar que la economía familiar pueda cambiar sus inversiones de un Fondo a otro, y a estos efectos la fiscalidad es decisiva. No se pretende la gratuidad fiscal de cualquier desinversión sino limitar el freno fiscal en el caso de, al menos, algunos movimientos de recursos entre Fondos de Inversión, por ejemplo, entre los FIM que sean de un mismo grupo, o entre los fondos que, desde el principio, se ofrecen como un todo conjunto.

La modalidad que suele elegirse para reconocer la movilidad, sin frenarla, es permitir la creación de los llamados Fondos "paraguas". Con este nombre se conoce, en el lenguaje profesional, a una clase de Fondo que se oferta como una unidad, como un producto, aunque en realidad este constituido, desde el punto de vista del inversor, por un conjunto de subFondos diferentes, teniendo cada uno tiene una política de inversiones conocida y específica. Un Fondo "paraguas" es un paquete de Fondos ofreciendo cada uno de ellos un determinado tipo de cartera.

Dentro de esos subFondos habrá unos especializados, y puede haber otros que no lo sean. Si son especializados pueden serlo, en diversos grados, en todos los activos financieros existentes, sean nacionales o extranjeros.

El inversor cuando opta por un Fondo de esta clase opta por una inversión estable en ese Fondo específico pero retiene la posibilidad de variar el destino de su inversión entre cada uno de los Fondos integrantes. La ventaja para el inversor es que puede trasvasar sus inversiones de un subFondo a otro de acuerdo con la evolución de la economía y de los resultados financieros sin ningún freno fiscal.

Esta posibilidad todavía no existe formalmente en nuestro país. Hasta ahora los FIM españoles no pueden configurarse de este modo. Sin embargo es sabido que en nuestro país, potenciado además por la liberalización financiera dentro del Mercado Común, ya se comercializan FIM no residentes que ofrecen esta posibilidad. Lo normal es que, en cuanto se consolide la posición del sector de los FIM dentro del mercado español, dado el marco de apertura entre los mercados internacionales, y dado que en muchos mercados ya existen FIM que ofrecen esa posibilidad de traspaso de posiciones

sin carga fiscal, las actuales limitaciones a la movilidad que impone la fiscalidad española se hagan pronto insostenibles.

PARTE SEGUNDA- Algunos datos cuantitativos de los Fondos de inversion españoles

2.1.- Informacion generica de la estructura del sector

Usando los datos ofrecidos por la Comision Nacional del Mercado de valores empecemos por ofrecer una primera aproximacion cuantitativa, muy general, que dé una primera idea de la estructura del sector.

Respecto a cada uno de los tipos de FIM que la CNMV considera, veamos el numero de entidades, el volumen del patrimonio invertido y el numero de participes (Cuadro 1).

=====

CUADRO 1
Cifras basicas de las diferentes clases de FIM

Tipo FIM	Numero entidades	Patrimonio (mill. pts)	Numero participes
RF	146	1.540.092	443.223
(RF/FT)	(11)	(132.587)	(40.134)
RFM	65	288.054	145.556
RVM	47	51.979	52.625
RV	27	25.847	21.748
Subtotal	285	1.905.972	663.152
MM	88	1.964.087	482.017
(MM/FT)	(9)	(89.453)	(22.258)
Total	373	3.870.059	1.145.169
(FT)	(20)	222.040	62.392

Fuente. Elaboracion propia sobre datos del informe de la CNMV del ultimo trimestre de 1991.

Nota. Entre parentesis se recogen los datos relativos a los FondosTesoros.

=====

En dicho cuadro se recoge la informacion de la CNMV extraida de la publicacion estadistica trimestral que la Comision publica sobre las Instituciones de Inversion Colectiva. Aunque la informacion que en dicha publicacion se ofrece es muy importante, sin embargo, tal como se publica, no hay absoluta congruencia estadistica entre las distintas partes de dicho informe, lo que dificulta, o impide, a veces, el trabajo de investigacion.

Como el grado de cobertura estadistica de las distintas partes de dicha publicacion estadistica no es absolutamente el mismo, o al menos no esta totalmente clara la relacion entre la informacion estadistica de las diferentes partes, esto puede dar lugar a errores en la investigacion en cuanto al uso de las distintas cifras ofrecidas. Hasta tanto que la CNMV no armonice totalmente la informacion estadistica ofrecida, ciertos errores, o incongruencias, seran inevitables. En nuestro caso, esta es la razon de que las cifras del cuadro 1 presenten algunas diferencias, en este caso pequenas, con las que figuran en el cuadro 9 (vid mas adelante).

En terminos relativos los datos anteriores reflejan la siguiente estructura (Cuadro 2).

=====

CUADRO 2
Estructura relativa del sector

Clase	Numero entidades	Patrimonio	Numero participes
RF	39,14	39,80	38,70
(RF/FT)	(2,95)	(3,43)	(3,50)
RFM	17,43	7,44	12,71
RVM	12,60	1,34	4,60
RV	7,24	0,67	1,90
Subtotal	76,41	49,25	57,91
MM	23,59	50,75	42,09
(MM/FT)	(2,41)	(2,31)	(1,94)
Total	100	100	100
(FT)	(5,36)	(5,74)	(5,45)

=====

Al termino del año 1991 la inversion de los FIM ascendia a 3.870.059 millones de pts, distribuidos en 373 fondos que agrupaban a 1.145.169 participes.

Los datos anteriores ponen de manifiesto el predominio de la inversion canalizada a traves de los Fondos del mercado monetario, cuyo patrimonio representa el 50,8 % del total. La segunda clase de FIM, en orden a importancia de la inversion, es la compuesta por los fondos RF y RFM, cuyo patrimonio, sumando el de las dos clases, representa el 47,2 % del total.

La mucho mayor cuota de los Fondos cuya cartera esta constituida preferente o exclusivamente por titulos con remuneracion periodica fija refleja varios factores, entre los cuales hay que mencionar la elevada aversion al riesgo de muchos inversores, y las elevadas rentabilidades de la renta fija en este periodo. Tambien estos datos son un sintoma de la postura de adaptacion pasiva a este marco adoptada por las entidades promotoras, lo cual, en el caso del grupo bancario, y del de las cajas de ahorro, es una opcion cuyas ventajas a largo plazo, para estos grupos, no deja de plantear toda clase de dudas, por los efectos que esta opcion puede producir sobre sus respectivas cuentas de resultados.

Los Fondos que se especializan total o parcialmente en activos de renta variable representan muy poco dentro de la estructura global de este sector de intermediarios financieros. En concreto la inversion acumulada era solo el 2% de la total inversion del sector, aun cuando el numero de Fondos de esta naturaleza representaba casi el 20 del numero total de entidades.

Esta escasísima presencia de los Fondos concentrados en la renta variable constituye una anomalia, porque estas entidades nacen y se justifican, en gran parte, como un medio para que personas y entidades no especializadas en el conocimiento de la Bolsa de valores se decidan a realizar inversiones en activos de riesgo, inversiones que, de no mediar la existencia de estos intermediarios, no se realizaria, dada la aversion al riesgo de muchas economias familiares.

Esta escasa presencia de Fondos de renta variable obedece, en parte, a los mismos factores, pero actuando en sentido inverso, que mencionabamos para explicar el predominio de los Fondos de renta fija. Se trata de factores tales como la creciente, y justificada, aversion de los inversores por riesgos que parecen de dificil o imposible prevision; la insuficiente rentabilidad diferencial ofrecible por los activos de renta variable, dadas las atractivas

rentabilidades alternativas; los mayores efectos negativos de las políticas monetarias antinflacionistas sistemáticamente empleadas en este periodo sobre la renta variable; el recuerdo y la recurrencia de diversas modalidades de crack bursatil que todavía no han encontrado explicaciones tranquilizadoras.

Como telon de fondo de esta estructura de la "industria" de los FIM, es inexcusable la referencia a que el marco legal impositivo no ha estimulado suficientemente la inversion en activos financieros en general, sobre todo en el caso de los de mayor riesgo, ni en cuanto al trato de la renta ni en cuanto a las posibles ganancias de capital. Aunque esta situacion ha mejorado un tanto a traves de recientes reformas impositivas, seguramente estas han llegado algo tarde, aunque su credibilidad, en cuanto a la seguridad sobre la permanencia y durabilidad de las ventajas fiscales recién concedidas, se ha reforzado tras la continuidad de nuestro pais en el SME, pese a las turbulencias internacionales.

Los Fondtesoros estan presentes con 20 entidades con un volumen de patrimonio que representaba, a final de 1991, el 5,74% de total. Aunque su presencia es cuantitativamente reducida se trata de entidades muy representativas del conjunto de estos intermediarios financieros.

Para cerrar esta breve introduccion se ofrece el valor de una serie de parametros, el patrimonio medio por Fondo, el patrimonio medio por participe y el numero medio de participes por Fondo, para cada una de las clases consideradas de Fondos (Cuadro 3).

Desde cualquiera de estos tres parametros sobresalen los Fondos monetarios, lo que, seguramente, traduce su mayor grado de aceptacion entre los inversores. Los Fondos clasificados en segundo lugar son los Fondos que invierten toda su cartera en titulos de renta fija.

Las magnitudes medias para los demas tipos de Fondos son considerablemente menores, estando, como siempre, en la peor posicion los Fondos que invierten total o mayoritariamente su cartera en activos de renta variable.

En cuanto a los FondTesoros, considerados en su conjunto, puede comprobarse como, aun siendo hoy dia, un grupo reducido de FIM constituyen un grupo bastante significativo. Notese como las dimensiones medias correspondientes a los FondTesoros se corresponden bien a los parametros medios de todo el sector de estos intermediarios financieros. En particular puede observarse

como las magnitudes medias, en el caso de los RF/FT, estan en linea con las cifras correspondientes al resto de los FIM de RF.

=====

CUADRO 3

Parametros medios de los diferentes clases de FIM

Clase	Patrimonio medio/FIM (en millones pts)	Patrimonio medio/participe	Numero participes/FIM
RF	10.548,58	3,47	3.036
(RF/FT)	(12.053,36)	(3,30)	(3.649)
RFM	4.431,60	1,98	2.239
RVM	1.105,94	0,99	1.120
RV	957,30	1,19	805
Subtotal	6.687,62	2,87	2.327
MM	22.319,17	4,07	5.477
(MM/FT)	9.939,22	4,02	2.473
Total	10.375,49	3,38	3.070
(FT)	11.102,00	3,56	3.120

Fuente. Elaboracion propia en base a los datos del informe trimestral de la CNMV a 31/12/91.

Nota. Entre parentesis los datos para los FondTesoros.

=====

Donde hay mayor discrepancia es en los MM/FT porque aqui los FT parecen operar con unos parametros medios diferentes al resto de los Fondos del mismo tipo. Sin embargo no se puede ir muy lejos en este tipo de comparaciones dado que se trata de un numero muy pequeño de Fondos que, ademas, presentan entre si diferencias notables en cuanto a volumen de patrimonio y numero de participes.

En principio la mayor dimension media del patrimonio por Fondo deberia favorecer una gestion con menores costes y propiciar por tanto la obtencion de beneficios mayores.

Tambien en esta linea de razonamiento esta mayor dimension media deberia favorecer la diversificacion y por tanto el que el riesgo sea menor Sin embargo esta segunda implicacion no esta, en principio, justificada porque nos estamos refiriendo a Fondos especializados compuestos de activos, en cada caso, de un mismo tipo, lo que limita la relacion entre mayor dimension y mayor

potencial para la diversificación de riesgos. En realidad esta concentración en activos de una clase determinada, activos monetarios, títulos de renta fija, etc, los hace especialmente sensibles a las variaciones de factores de riesgo como los tipos de interés, con independencia de cual sea su dimensión, como los acontecimientos a lo largo de 1992 han demostrado.

PARTE TERCERA.- GRUPOS FINANCIEROS Y FONDOS DE INVERSION

3.1.- La presencia de los distintos grupos financieros

Los FIM son promovidos o gestionados por entidades que pueden adscribirse dentro de algún grupo financiero. A estos efectos consideraremos tres colectivos: grupo de Bancos nacionales, grupo de Cajas de ahorro y un tercer grupo que denominaremos Otros, que incluye Sociedades de valores, Agencias de valores, Compañías de seguros, bancos extranjeros y un resto de entidades varias.

Los distintos grupos financieros no han seguido estrategias coincidentes en relación a los Fondos de inversión mobiliaria, sino que, por el contrario, se han podido apreciar significativas diferencias.

Los datos globales sobre la presencia de los tres grupos financieros en este segmento de la intermediación financiera se recogen en los cuadros 4 y 5. Los datos absolutos en el cuadro 4. Por otro lado, la importancia relativa de cada grupo financiero dentro del conjunto de estos intermediarios financieros se recoge en el cuadro 5 en base a los datos del cuadro anterior.

=====

CUADRO 4
Presencia de los diferentes grupos financieros

Grupo	Numero entidades	Patrimonio (millones pts)	Numero partícipes
Bancos	147	1.973.703	393.725
Cajas Ahorro	82	1.210.299	508.188
Otros	144	686.057	243.256
Total	373	3.870.059	1.145.169

Fuente: Datos de la CNMV a finales de 1991.

=====

=====

CUADRO 5
Presencia de los diferentes grupos financieros
(en porcentajes)

Grupo	Numero entidades	Patrimonio (millones pts)	Numero participes
Bancos	39,41	51,00	34,38
Cajas Ahorro	21,98	31,27	4,38
Otros	38,61	17,73	21,24
Total	100	100	100

=====

Puede resultar muy ilustrativo, a los efectos de apreciar la diferente estrategia de cada grupo financiero, ofrecer los datos de la presencia de cada grupo financiero respecto a cada una de las clases de FIM.

Considerando, por el momento, solo el numero de entidades, la presencia de cada grupo financiero en cada clase se recoge en el cuadro 6.

La informacion mas evidente que se desprende del cuadro 6 es que, en todos y cada uno de los grupos financieros, la clase de FIM con mayor numero de entidades es siempre la de los FIM del tipo RF. El segundo tipo de FIM de mayor presencia en todos los grupos financieros lo constituye el de los Fondos en activos monetarios.

En cambio no coinciden las preferencias de los grupos respecto al resto de los FIM. Los Bancos, atendiendo al numero de FIM, parecen haber prestado mucha mas atencion a los FIM de RV y de RVM que las Cajas de Ahorro. En el grupo de Otros tambien parece haberse manifestado una atencion destacable por los FIM que invierten en acciones.

Dado que los activos de renta fija han ofrecido rentabilidades mayores que los de renta variable a lo largo de estos años, este mayor interes de las Cajas de ahorro por los FIM de RF es seguramente la razon fundamental de los mejores resultados comparativos obtenidos por este grupo de las Cajas de ahorro en el campo de los FIM en estos ultimos años.

=====

CUADRO 6
Grupos financieros y numero de FIM

	RF	RFM	RVM	RV	MM	Total
Bancos	48 (4)	26	22	15	36 (4)	147 (8)
Cajas ahorro	32 (2)	14	5	3	28 (2)	82 (4)
Otros	66 (5)	25	20	9	24 (3)	144 (8)
Total	146 (11)	65	47	27	88	373 (20)

Fuente. Datos de la C.N.M.V. para final de 1991

Nota. Entre parentesis figura el numero de Fondos Tesoros.

=====

Con base a los mismos datos de la Comision Nacional del Mercado de Valores (CNMV), la distribucion de las distintas clases de FIM entre los tres grupos financieros, en terminos porcentuales, se recoge en el cuadro numero 7:

=====

CUADRO 7
Distribucion del numero de FIM dentro de cada grupo financiero
(en %)

	RF	RFM	RVM	RV	MM	
Bancos	32,6	17,7	15	10,2	24,5	100
Cajas de ahorro	39	17,1	6,1	3,7	34,1	100
Otros	46	17,4	14	6,2	16,6	100

Fuente. Datos cuadro 6.

=====

De nuevo se obtiene la conclusion que todos los grupos financieros han coincidido en promover, sobre todo, FIM de RF seguidos por los Fondos de tipo MM.

Ahora bien, para apreciar la importancia de cada grupo financiero es seguramente mas relevante la magnitud de la inversion.

Comparando la cuantia de los patrimonios invertidos, en lugar de

considerar el numero de fondos, como hasta ahora se ha hecho (cuadro 8).

=====

CUADRO 8
Grupos financieros y patrimonio de las diferentes clases de FIM
(en millones pts)

	RF	RFM	RVM	RV	MM	Total
Bancos	763.708	83.237	36.617	16.215	1.073.926	1.973.703
Cajas	419.976	97.848	4.694	1.692	686.089	1.210.299
Otros	356.418	106.969	10.668	7.930	204.072	686.057
Total	1.540.102	288.054	51.979	25.837	1.964.087	3.870.059

Fuente. Datos CNMV a fin de 1991

=====

Calculados los correspondientes proporciones se obtiene la distribucion del patrimonio invertido de cada grupo financiero en las distintas clases de FIM (cuadro 9).

La impresion sobre como distribuyen los recursos cada grupo financiero entre las distintas clases de FIM, utilizando ahora los datos de patrimonio, difiere bastante de la que se obtenia usando como base el numero de entidades. La causa principal de la diferente informacion que se deduce en un caso y otro esta en el tamaño medio de los FIAMM considerablemente mayor que el del resto de los Fondos.

=====

CUADRO 9
Grupos financieros y distribucion de la inversion entre
clases de FIM

	RF	RFM	RVM	RV	MM	
Total						
Bancos	38,70	4,22	1,86	0,82	54,41	100
Cajas	34,70	8,08	0,40	0,14	56,70	100
Otros	51,95	15,60	1,55	1,16	29,75	100
Total	39,80	7,44	1,34	0,67	50,75	100

Fuente. Cuadro 9

=====

A la vista de estos datos puede concluirse que el interes de los Bancos y de las Cajas de Ahorro se ha distribuido de forma muy

parecida. Ambos grupos han concentrado su oferta en los Fondos monetarios. El segundo foco de su oferta lo constituyen los FIM que se especializan total o parcialmente en títulos de renta fija. Sigue siendo cierto que los bancos parecen haber demostrado algún interés mayor por los Fondos especializados en la renta variable pero, ahora, a la vista de los datos patrimoniales, no se puede afirmar que el grupo bancario tenga un interés especialmente acentuado por este tipo de Fondos.

La posición del grupo de Otros también aparece diferente. Este grupo parece concentrar su oferta en los Fondos especializados en la renta fija, ocupando los FIAMM un segundo lugar en su atención.

Veamos a continuación el peso relativo de cada grupo financiero en cada una de las clases de Fondos, atendiendo, por el momento, solo al número de entidades (cuadro 10).

Se constata que el grupo de Bancos tiene la mayor presencia relativa en todas las clases de FIM, excepto para los FIM de RF en los que la mayoría relativa está en el grupo de Otros.

Muy en particular debe destacarse como el grupo bancario ofrece siempre una mayor oferta de FIM que las Cajas de Ahorro para todas y cada una de las clases de FIM, tanto si se considera el número absoluto de FIM (cuadro 6) como en términos relativos (cuadro 10).

CUADRO 10
Participación de los grupos financieros en cada clase de FIM

	RF	RFM	RVM	RV	MM	Total
Bancos	33	40	7	55,5	41	39,5
Cajas Ahorro	22	21,5	10,5	11	32	22
Otros	45	38,5	42,5	33	27	38,5
Totales	100	100	100	100	100	100

Fuente. Datos del cuadro 6.

De nuevo hay que apelar a las cifras de inversion que representan los FIM para establecer cual es la presencia relativa de cada grupo financiero en cada una de las clases de FIM existentes. Con los datos patrimoniales, anteriormente expuestos, se obtiene la distribucion relativa (cuadro 11).

=====

CUADRO 11
Importancia de los grupos financieros y clases de FIM

	RF	RFM	RVM	RV	MM	Total
Bancos	49,6	28,9	70,4	62,75	54,7	51,00
Cajas	27,3	34	9	6,55	34	33,3
Otros	23,1	37,1	20,5	30,7	10,4	17,7
	100	100	100	100	100	100

Fuente. Datos cuadro 8.

=====

Con estos datos se confirma y reafirma que el grupo Bancos es el que tiene mayor presencia relativa en todos y cada una de las clases de FIM, con la sola excepcion de los Fondos RFM donde es algo mayor el peso de los otros dos grupos financieros.

Comparando la importancia de cada uno de estos otros dos grupos financieros, se obtiene la impresion de que las Cajas destacan en los Fondos monetarios y, en cuanto a los de renta fija, aunque las Cajas tienen un mayor peso, la diferencia no es muy grande en relacion al grupo de Otros.

Parece claro que, en conjunto, el grupo de Otros presta mayor atencion relativa que las Cajas a los Fondos que invierten total o parcialmente en renta variable.

3.2.- Grupos financieros y parametros caracteristicos de los FIM.

Para apreciar las posibles correspondencias entre grupos financieros y clases de FIM vamos a utilizar como parametros caracteristicos las cifras de patrimonio y de numero de participes en cada uno de los casos (cuadro 12).

CUADRO 12
Grupos financieros y magnitudes características de los FIM

	FIM*			FIAMM		
	Nº entidades	Patrimonio (mill.pts)	Nº partícipes	Nº entidades	Patrimonio (mill.pts)	Nº partícipes
Bancos	134	1.070.868	362.344	44	1.176.013	207.800
Cajas	52	521.532	255.719	28	686.089	251.301
Otros	99	313.572	45.089	16	101.985	22.916
TOTAL	285	1.905.972	663.152	88	1.964.087	482.017

Desglose de Otros FIM

S. valores	3	113.966	19.904	8	68.046	15.272
Ag.valores	7	19.885	4.125	2	11.415	1.742
Cías seguros	13	92.846	12.023	2	9.932	4.987
Resto	41	86.875	9.037	4	12.592	915

Pro memoria

	SIM CAPITAL FIJO			SIM CAPITAL VARIABLE	
Nº	Activo computable	Accionistas (nº)	Nº	Activo computable	Accionistas (nº)
270	349.711	94.537	19	24.688	2.287

(*) Excluidos los FIAMM

Notacion - Las FIAMM son los Fondos que invierten en activos monetarios que solemos designar con las siglas MM. Las Sociedades de inversion mobiliaria las designamos con las siglas SIM.

Fuente: Datos informe CNMV, cuarto trimestre 1991.

Notas - El numero de entidades de cada grupo financiero no coincide siempre con el que figura en el cuadro 6. La distribucion por grupos del cuadro 6 es la que ofrece la CNMV en tanto que en este cuadro recogemos la adscripcion propia que se ha realizado en base a la informacion publicada por la CNMV. La adscripcion, en el caso de algun FIM, puede haber sido diferente en un caso y en otro.

Por otro lado los FIM de bancos extranjeros, en este cuadro, se han incluido en Otros, en tanto que para la CNMV se adscriben al grupo de Bancos.

A efectos comparativos se han incluido los datos correspondientes a las Sociedades de Inversion Mobiliaria (SIM) lo que permite apreciar que los FIM tienen en la actualidad, a nivel agregativo, mucha mayor importancia economica y financiera que las SIM.

Leyendo horizontalmente el cuadro anterior se deduce que:

- 1) El patrimonio del total de los FIAMM era, a finales de 1991, algo mayor del correspondiente al resto de los FIM.

A nivel de los distintos grupos financieros el volumen de la inversión financiera en participaciones de los FIAMM es mayor al de la inversión en las participaciones emitidas por el conjunto de todas las demás clases de FIM, afirmación que se aplica tanto a nivel total, como a nivel del grupo bancario y del grupo de las Cajas de Ahorro.

2) En cuanto al numero de participes sucede aproximadamente al revés. El numero de participes de los FIM no monetarios es claramente mayor que el de los FIAMM en el caso de los fondos del sector bancario y de Otros, aunque solo ligeramente mayor en el caso de los FIM de las Cajas de ahorro.

Leyendo en sentido vertical se obtiene la participación relativa de cada grupo financiero (cuadro 13).

=====

CUADRO 13
Peso relativo (%) de cada grupo financiero

	FIM (*)			FIAMM		
	Nº entidades	Patrimonio	Nº participes	Nº entidades	Patrimonio	Nº participes
Bancos	57	56	55	50	60	43
Cajas	18	27	38,5	32	35	52
Otros	35	17	6,5	18	5	5
	100	100	100	100	100	100

(*) Excluidos los FIAMM.

Fuente. Datos del 9..

=====

Es manifiesta la mucho mayor importancia del grupo bancario, considerando tanto el numero de entidades, como el volumen de patrimonio, que la del grupo de Cajas de ahorro. Esta diferencia relativa es aplicable a todos los niveles, aunque las Cajas han intentado, y conseguido, reducir algo las distancias en el caso de los FIAMM.

3.3.- La presencia de los FondTesoros

A finales de 1991 estaban registrados en la CNMV un total de 20 FondTesoros (FT) lo que representa solo un 5,3 % del total de Fondos registrados a igual fecha (cuadro 14).

Los FT del tipo de renta fija han alcanzado una dimension agregada notablemente mayor que los FT monetarios, lo que responde seguramente a la aceptacion, por parte de las entidades promotoras y gestoras de estos Fondos, de las previsiones del Tesoro sobre la circunstancialidad de los altos tipos de interes en los activos publicos a corto plazo.

Atendiendo al numero de FT, la casi totalidad se localiza en el grupo de Otros y en el grupo bancario, con un numero parecido en ambos grupos. Pero si se atiende a los volumenes de patrimonio, en el caso de los RF/FT, mas de la mitad del patrimonio esta ocupado por Fondos del grupo de Otros, mientras que en el caso de los MM/FT el grupo bancario es el mayor.

Los datos sobre numero de participes reafirman la mayor importancia del grupo Otros para los RF/FT, y la de los bancos para los MM/FT.

=====

CUADRO 14
Grupos financieros y magnitudes agregadas de los
FondTesoros

	RF/FT			MM/FT		
	Nº		Nº	Nº		Nº
	entidades	Patrimonio	participes	entidades	Patrimonio	participes
Bancos	4	23.271	4.543	4	39.288	8.697
Cajas de ahorro	2	32.115	12.880	2	26.114	7.950
Otros	5	77.201	22.711	3	24.051	5.611
Total	11	132.587	40.134	9	89.453	22.258

Fuente. Datos CNMV a finales de 1991.

=====

3.4.- Dimension media de cada clase de FIM en cada grupo financiero

Vamos ahora a realizar una serie de comparaciones utilizando magnitudes medias relativas a patrimonio, numero de partícipes y numero de entidades, lo que puede permitirnos detectar aspectos diferenciales de los FIM segun el grupo financiero al que se adscriben. así como advertir si existen diferencias apreciables entre los grupos financieros en cuanto a los FIM que ofrecen (cuadro 15).

En tanto que la dimension media de los FIM, en cuanto a patrimonio, es bastante similar en los grupos de Bancos y de Cajas de Ahorro, es bastante menor para los Fondos del grupo de Otros.

Sin embargo la dimension media por partícipe es notablemente mayor para los FIM del grupo bancario en relacion a los otros dos grupos. La razon en el caso de los FIM de las Cajas es claramente el mayor numero medio de partícipes por entidad.

=====

CUADRO 15

Grupos financieros y características medias de los FIM

	Patrimonio medio/FIM	Patrimonio medio/partícipe (millones pts)	Numero partícipes/FIM
Bancos	13.426,55	5,01	2.678
Cajas	14.759,74	2,38	6.197
Otros	4.764,28	2,82	1.689
Total	10.375,49	3,38	3070

Fuente. Informacion de la CNMV a finales 1991

=====

Tratando de profundizar algo mas vamos a separar los FIM en dos grupos, de un lado los fondos que invierten en activos monetarios, y de otro el resto (cuadro 16).

=====

CUADRO 16
Grupos financieros y magnitudes medias

	Patrimonio medio/FIM		Patrimonio medio/participe		Nº participes /FIM	
	FIM*	FIAMM (millones pts)	FIM*	FIAMM	FIM*	FIAMM
Bancos	7.991	26.727	2,95	5,66	2.704	4.722
Cajas	10.029	24.503	2,04	2,73	4.917	8.975
Otros	3.167	6.374	6,95	4,45	455	1.432
Total	6.687	22.319	2,87	4,07	2.326	5.477
<u>Desglose de Otros</u>						
So. valores	2.999	8.505	5,72	4,45	523	1.909
Ag. valores	2.840	5.707	4,82	6,55	589	871
Cias seguros	7.142	4.966	7,72	1,99	924	2.493
Resto	2.119	3.148	9,61	13,76	220	228

Fuente: Datos Cuadro 12

Nota. Se señala con asterisco (*) al conjunto de todos los FIM excluidos los FIAMM.

=====

Varias observaciones se desprenden de dicho cuadro :

1.1) Comparando los Fondos no monetarios con los monetarios, para todos los grupos financieros el patrimonio medio por entidad en el caso de los FIAMM es considerablemente mayor que para los demas FIM.

Si se desglosa la informacion del grupo de Otros se puede comprobar que lo anterior se aplica a los distintos componentes de este ultimo sector, con la unica excepcion de los Fondos ligados a compañías de seguros, que parecen haber prestado menos atencion a, o haber tenido menos exito con, los Fondos monetarios.

1.2) Si ahora la comparacion se situa entre grupos financieros, es seguramente muy significativo el que el patrimonio medio por entidad, a nivel de los FIAMM y del resto agregado de los FIM*, sea mucho mayor en el caso de Fondos del grupo de bancos y del grupo de cajas de ahorro, que para los Fondos del grupo Otros.

Si se centra la comparacion en los Fondos no monetarios, los correspondientes al grupo de Cajas de ahorro son los que ofrecen un patrimonio medio por entidad mayor, seguido por los fondos del grupo de bancos, siendo el menor el de los fondos del grupo de Otros.

En el caso de los FIAMM el tamaño medio mayor corresponde al grupo bancario seguido muy de cerca por las Cajas de ahorro. El tamaño medio del grupo de Otros es mucho mas pequeño.

2.) El patrimonio medio por participe es un parametro cuyas diferencias tienen repercusion sensible en los costes de gestion y en los beneficios de los intermediarios.

Este patrimonio por participe suele ser tambien mayor en el caso de los FIAMM que para el resto de los FIM. Esta situacion comparativa se confirma en el caso de los FIM del grupo de Bancos y del grupo de las Cajas, pero no asi para los Fondos del grupo de Otros.

El patrimonio medio por participe, en el caso de los Fondos no monetarios del grupo de Otros tiene una dimension destacadamente mayor al que tienen los demas Fondos en los restantes grupos financieros, lo que es congruente con el tipo de clientela que cabe esperar de los FIM de este grupo, y con las características de las entidades integrantes de este grupo financiero, en su mayoría entidades especializadas en actividades de los mercados de valores.

Si se desglosa el grupo de Otros, se observa que sigue presentandose la mayor dimension media por participe. Si no fuera por la escasa dimension media de los Fondos relacionados con las compañías de seguros seguramente tambien podria decirse lo mismo respecto a los Fondos monetarios del grupo de Otros.

Las causas del reducido patrimonio medio por participe de los FIAMM ligados a compañías de seguros no estan claras, pero puede que guarden relacion con situaciones de aparente ventaja fiscal, en el pasado, de las primas unicas.

Pasando a comparar el grupo bancario con el de Cajas de ahorro, el patrimonio medio por partícipe es similar en el caso de los Fondos no monetarios. Para los Fondos monetarios, en cambio, el patrimonio medio para Bancos es mucho mayor que para los Fondos del grupo de Cajas.

En función de esta variable los costes de gestión de los Fondos monetarios bancarios deberían ser apreciablemente menores que los correspondientes a los homólogos de las Cajas de ahorro.

3.1) Para todos los grupos financieros también es mayor el numero medio de partícipes en los FIAMM que en los demás tipos de Fondos, siendo el numero medio de partícipes de los FIAMM del orden del doble de la cifra correspondiente al resto de los Fondos.

En este aspecto es muy importante destacar el reducido numero medio de partícipes en el grupo de Otros, muy especialmente en el caso de los Fondos no monetarios, lo que debe suponer, seguramente, que los Fondos de este grupo, constituido, en gran parte, por entidades especializadas en actividades del mercado de capitales, están en condiciones de ofrecer a los inversores un trato más personalizado.

3.2) Centrando la comparación en las diferencias entre grupos financieros, el numero medio de partícipes para todas las clases de FIM corresponde a las Cajas de ahorro, muy acorde con su estrategia operativa general. Para el grupo bancario, el tamaño medio es aproximadamente la mitad. El numero de partícipes por FIM para el grupo Otros es el menor de los tres grupos.

PARTE CUARTA.- LA POLITICA FINANCIERA ESPAÑOLA DESDE LA PERSPECTIVA DE LOS FONDOS DE INVERSION MOBILIARIA

10.1.- Utilidad social de los FIM

Normalmente las grandes preguntas son las que se formulan sin que quepa esperar una contestación satisfactoria. Afortunadamente este no es el caso respecto a las entidades que nos ocupan. Podemos preguntarnos y esperar respuestas a preguntas como ¿para que sirven los FIM?, ¿son verdaderamente necesarios?, ¿deben las autoridades económicas practicar una política financiera deliberada y consciente prestando más atención a las FIM?.

Los FIM ofrecen la posibilidad de invertir en una cartera diversificada, lo que sería imposible para la gran mayoría de los inversores. Además los FIM les ofrecen una inversión financiera en unos activos, las participaciones, que gozan de un régimen de valoración continua y cuya oscilación es mucho más atenuada que la de AF concretos e individuales.

Seguramente la que para muchos puede parecer la mayor ventaja de los FIM, es la de que ofrecen la posibilidad de rescate o liquidez inmediata de las participaciones emitidas con unos costes de transacción reducidos.

La llamada liquidez de las participaciones puede ser engañosa. La supuesta liquidez se deriva de la obligación que asume la sociedad gestora de recomprar la participación a voluntad del titular. La sociedad gestora se compromete a entregar el valor de mercado de la participación, y es capaz de hacer efectivo ese compromiso vendiendo parte de cartera, o entregando, procedente de su tesorería, el equivalente que se obtendría de vender la parte correspondiente de la cartera.

Aunque es cierto que las participaciones se reembolsan cuando quiere su titular, sin embargo su valor de reembolso ni es fijo ni seguro porque una participación representa una cuota de la cartera de ese intermediario y, por tanto, su valor varía con el precio de mercado de toda la cartera del FIM. En sentido técnico las participaciones no son, estrictamente hablando, líquidas.

La publicidad, en este caso, como en tantos otros de la actividad financiera, sin hacer afirmaciones o promesas falsas, no siempre sugiere ideas correctas sobre lo que está en juego. Frecuentemente se sugieren ideas erróneas sobre el alcance de la liquidez. O se cosmetiza el mensaje publicitario con el fin de que el público pueda creer que los FIM de RF o en activos monetarios, por el hecho de que su cartera está compuesta de títulos públicos emitidos por el Tesoro con el aval del Estado, carecen de riesgo. Confío en que acontecimientos tales como el referéndum de Maastricht de 1992 habrán servido para desalojar tales ilusiones.

Vistos con objetividad los FIM ofrecen clarísimas ventajas potenciales para los ahorros de las economías familiares. A través de estos intermediarios, las economías familiares que opten por canalizar sus recursos por esta vía se pueden beneficiar del menor riesgo por mayor diversificación y de un mejor timing en la reconstitución continuada de las carteras. Además el inversor en un FIM se beneficia de una puntual información sobre el valor y el

contenido de su inversion, de que la seleccion de los activos de riesgo, que es la contrapartida de la participacion, se realizara con mucho mejor base informativa que la que podria disponer como individuo, de posibles ventajas fiscales, incluso de una cierta liquidez, todo ello sin tener que contar ni con grandes fortunas ni tampoco con grandes conocimientos tecnicos, en un marco de seguridad juridica y economica razonable.

Por eso para calibrar adecuadamente cada FIM en concreto, la sola informacion relativa a su rentabilidad no es suficiente. Un FIM puede constituir una inversion adecuada incluso ofreciendo una rentabilidad algo menor que la del mercado de referencia, porque los FIM ofrecen una serie de ventajas que tienen un valor que debe añadirse a la rentabilidad monetaria obtenible.

Las FIM son unos intermediarios financieros que "transforman" unos AF, el conjunto de titulos componentes de su cartera, titulos de renta fija o variable, titulos de los mercados monetarios, en otros activos financieros diferentes como son las "participaciones" que emiten los FIM.

Esta tarea de transformacion es social y economicamente util porque la inversion rentable en AF de mercado es tecnicamente dificil, conlleva conocimientos profesionales no faciles de obtener, es muy costosa en cuanto a tiempo, etc.

Los FIM al vender su cartera, a cambio de participaciones, estan "transformado" unas inversiones complicadas y costosas, como son las de toda cartera dimensionada y diversificada, en otros titulos diferentes, las participaciones, cuyas condiciones de informacion, operatividad, seguridad y liquidez son mucho mayores.

A traves de esta transformacion los FIM realizan una funcion utilisima desde el punto de vista economico, financiero y social en la medida que acercan, aproximan, al inversor a los mercados de capitales, haciendo posible unos volumenes de inversion financiera que de otro modo no hubieran sido posibles.

Una de las conclusiones mas claras obtenidas del repaso estadistico realizado es que la mayoria de los FIM se han concentrado en la renta fija, lo que quiere decir, en gran parte, en titulos publicos, incluidos los monetarios, y ademas que los mejores FIM han sido precisamente los que han optado por invertir total o mayoritariamente en renta fija.

En la tarea de "aproximacion" a los titulos publicos y a los activos monetarios es donde los FIM ofrecen menos valor añadido. Al inversor medio se le puede poner facilmente, y con bajo coste, en conexion con el Tesoro como demandante de recursos a traves del mercado y de las entidades preexistentes, sin tener que estimular o fomentar a los FIM. Para enlazar las economias familiares con los titulos publicos no es necesario, en principio, recurrir a los FIM.

Desde el punto de vista de los inversores, y quizas de las autoridades financieras, habria que reconocer que, para ese tipo de transformacion, los FIM no son especialmente necesarios. Para aproximar al inversor a la renta fija, a la Deuda Publica y a los activos monetarios no parece imprescindible toda esta parafernalia de los FIM.

Donde en cambio son casi insustituibles, donde los FIM disponen de ventajas tecnologicas unicas, es en relacion a los activos financieros representativos de capital de riesgo. Aqui su aportacion profesional para aproximar a los ahorradores con los inversores, a los emisores con los inversores es imprescindible. Es aqui, para cerrar el circuito de riesgo, donde los FIM justifican claramente su existencia, y donde se puede encontrar la razon de la concesion de posibles ventajas, por ejemplo, de tipo fiscal.

Por tanto, si los FIM no han conseguido ocupar una cuota mayor de mercado en el ambito de los titulos de riesgo, de la renta variable, algo ha fallado, y ese algo deberia preocupar a las autoridades financieras.

10.2.- Los problemas de los mercados de valores de acciones

Desde el punto de vista privado e individual, hay varios factores que explican, y justifican, la escasa presencia de los FIM de renta variable. Seguramente una de las primeras es la alta aversion al riesgo de los inversores, crecientemente temerosos de unas inversiones que parecen de imposible prevision o de dificil reaccion defensiva.

Pero tambien hay otros factores, que a su vez pueden haber sido causas de esa alta aversion al riesgo. En nuestros mercados de valores persisten altas dosis de inflexibilidad de los precios al lado de injustificadas reacciones de los precios que, a su vez, tardan mucho en corregirse, o que incluso parecen inmunes a la buena informacion.

En nuestros mercados se producen hechos aparentemente contradictorios. Sucede tanto que los precios no responden adecuadamente a los beneficios efectivos de las empresas como que los precios respondan alocadamente en relacion a circunstancias coyunturales, con reacciones que no responden a lo que es la realidad objetiva y real ni de la economia en su conjunto ni de la empresa ni del titulo considerado.

En especial en nuestro mercado de valores, la Bolsa, es dudoso que, pese a su informatizacion, el proceso de formacion de los precios sea economicamente correcto, y es debatible que exista el adecuado grado de flexibilidad de los precios. A estos efectos basta recordar el importante volumen de operaciones realizadas, formalmente en el mercado, pero economicamente fuera, como son las llamadas "aplicaciones", asi como las denominadas "tomas de razon".

Ademas el mercado ha experimentado un volumen, que no dudaria en calificar de importantisimo, de takeovers, de tomas de control, lo que, sin dejar de ser un buen signo de vitalidad, ha estimulado el ambito de la informacion restringida. Estas operaciones pocas veces han sido suficientemente conocidas y aclaradas en su contenido, al menos en la medida necesaria para una adecuada formacion de los precios. Algunas, muy pocas se han encajado en operaciones regladas, relativamente transparentes, a traves de OPAS, pero han sido una minoria.

No debe minusvalorarse, ni mucho menos, la influencia distorsionante sobre los precios que tienen estas operaciones realizadas con escasa transparencia, ni las incitaciones que estas operaciones, en el regimen vigente en nuestros mercados, ofrecen al uso incontrolado de la informacion privilegiada.

Un elementos distorsionador de primera magnitud es la escasa informacion sobre las propias empresas cuando no la falsedad en los documentos hechos publicos sobre la cuantia, composicion y origen de resultados y beneficios. En la mente de todos estan demasiados escandalos recientes sobre aparentes datos con auditoria incluida.

Gran parte de la inflexibilidad, o sobrerreactividad, a que nos hemos referido, asi como muchas de las insuficiencias informativas y organizativas, deben anotarse en el debe de las autoridades, que todavia no han creido llegado el momento oportuno de adoptar las

medidas para lograr la necesaria eficiencia de nuestros mercados de valores.

Los defectos de nuestros mercados de valores no ayudan nada a la credibilidad ni al atractivo de un mercado que debería ser considerado como una pieza esencial para el logro continuado de una estructura financiera adecuada. Hay todavía precariedad y persisten demasiadas insuficiencias en la todavía incompleta reforma de los mercados de capitales nacionales.

Bien es verdad que han estado presentes factores tales como una incertidumbre general, muy acentuada en los últimos años, o las convulsiones que han sacudido los grandes mercados que, en la nueva realidad de apertura internacional, se han trasladado al mercado doméstico, pero estos factores deberían haber actuado como revulsivos para cerrar la reforma iniciada ahora hace aproximadamente cuatro años.

Brevemente vamos a referirnos a dos elementos, relacionados entre sí, del marco económico que han condicionado decisivamente el comportamiento de los mercados, y, seguramente, la actitud de las autoridades. Me refiero a la estructura invertida de las tasas de interés, y a la política antiinflacionista, ambos relacionados con la magnitud del déficit público y los medios escogidos para su financiación.

Una estructura invertida de los tipos de interés por plazos significa condicionar la relación entre los activos de renta fija y de renta variable, en contra de los segundos. En particular se ha producido una distorsión desincentivadora para los títulos de renta variable a partir del alto diferencial de tasas de interés obtenibles con los títulos de menor riesgo como son los de Deuda pública y los activos monetarios. En que medida se haya llegado a esta situación con una cierta complacencia activa o pasiva del Tesoro es difícil de demostrar, pero no hay duda que el Tesoro ha sido uno de los grandes beneficiados de esta distorsión.

La persistencia de tasas de inflación elevadas conduce a tasas nominales de interés elevadas lo que desestimula la inversión en activos financieros de riesgo. Por otro lado la inflación en sí misma, así como su inestabilidad, afectan de modo desigual a los mercados de valores. Quizas en algunos periodos históricos la inflación pudo favorecer la inversión en acciones. Desde luego no es así en la actualidad en nuestro mercado.

El efecto negativo de la inflacion sobre los mercados de valores, y en especial sobre los mercados de acciones, se acentua por el protagonismo de la politica monetaria como via de actuacion, casi unica, de las autoridades en su empeño con contener la inflacion. El alto grado de activismo al que obliga la actuacion en solitario de las autoridades monetarias introduce importantes dosis adicionales de incertidumbre en unos mercados de por si muy sensibilizados.

La combinacion de una politica monetaria contractiva y de una politica fiscal laxa, acoplada a una financiacion publica a traves de importantes emisiones de titulos, se traduce necesariamente en unas tasas de interes nominales muy altas para activos con nulo o escaso riesgo. En estas condiciones es dificil que funcione bien, que sea atractivo, o que sea importante, un mercado de titulos con riesgo.

10.3.- La estructura distorsionada del sistema financiero

Hemos comprobado la abundancia y el exito de los FIM de RF y el escaso atractivo de los Fondos de renta variable. La interpretacion seguramente correcta de este fenomeno es que estamos ante una respuesta adaptativa de los operadores y de los grupos financieros a las condiciones y a los datos del marco economico y financiero.

Otra posible interpretacion de la insuficiencia de FIM de RV podria ser la inmadurez tecnica de las entidades operantes, lo cual, en el caso español actual, habria que descartarlo porque se ha avanzado bastante en los ultimos años en este sentido.

A este respecto conviene hacer una precision importante. Aunque las condiciones o el marco sean desfavorables, excepto en condiciones adversas extremas, los operadores y las instituciones profesionales especializadas deben estar en condiciones de desenvolverse, de ganar dinero y de atraer clientela, si los mercados son adecuadamente flexibles, si estan adecuadamente organizados, si discurre la informacion por donde debe, si la autoridades son las primeras en evitar distorsiones en la estructura de las tasas de rentabilidad. Quizas, algunos pensaran, que son demasiados condicionantes

La interpretacion correcta es que, si no hay bastantes FIM de RV, es porque estas instituciones no estaban en condiciones de generar unas cuentas de resultados atractivas, dado que el marco

economico general, en gran parte creado, o de posible influencia, por las autoridades economicas, no ha sido el mas adecuado.

¿Cual deberia ser el contenido deseable de la politica de las autoridades financieras?. Una politica financiera digna de tal nombre debe formularse a partir de una serie escalonada de objetivos y problemas relativos a los medios de financiacion utilizados en una economia.

El primer problema plantea la eleccion que las autoridades deben realizar entre medios financieros allegados a traves de intermediarios, tipo bancos y cajas de ahorro, y medios de financiacion que circulan a traves de mercados y de activos transaccionables y negociables. No es lo mismo una estructura que otra.

El segundo gran tema es la necesidad de disponer de unos medios financieros adecuadamente diversificados. Es conveniente que exista una adecuada proporcion entre los recursos que discurren a traves de activos de renta fija con la cuantia de recursos que discurren a traves de titulos de renta variable.

En todo mercado suficientemente desarrollado debe existir una variedad de activos financieros a los que las empresas, o los emisores en general, pueden recurrir para obtener recursos. No es en modo alguno igual, para la dinamicidad del sistema, el modo de financiacion. Por supuesto, dado el ritmo de creatividad financiera, es simplista considerar unicamente renta fija y renta variable, sino que hay que contemplar las muchas variedades posibles dentro de cada una de esas dos categorias, ademas de las derivadas de los nuevos mercados de futuros y opciones.

La dinamicidad del sistema no es simplemente funcion de la cuantia de los medios disponibles. Ignorar las diferencias cualitativas entre unos medios y otros es un gran error, que limita el crecimiento continuado porque no reconoce la inevitable presencia de incertidumbre y riesgo en las decisiones que toman ahorradores e inversores, y porque facilita la exhuberancia de un sector publico mucho mas inmune que el privado, por obvias razones, a la consideracion del riesgo.

La proliferacion y el predominio de los FIM de RF frente a los de renta variable no es sino una de las manifestaciones de un fallo muy grave de nuestro sistema financiero, imputable, en gran parte, a las autoridades economicas y financieras.

Desde el punto de vista de los grupos financieros que han promovido los FIM, o de los inversores, la situación presente en cuanto a los Fondos de Inversión Mobiliaria responde a una adaptación, quizás la única posible, desde el punto de vista privado, ante unas condiciones dadas.

Pero esta posición acomodaticia, que puede excusar a las entidades privadas, no puede aplicarse a las autoridades públicas. Para ellas, el marco no está dado, o al menos no está dado absolutamente. Todas las autoridades económicas de cualquier país y de cualquier mercado, incluidas desde luego las de nuestro país, disponen de márgenes de actuación. Ni este es el mejor de los mundos posibles ni tampoco es el único posible. Da la impresión que nuestras autoridades no son conscientes de ello, o que persiguen unos fines diferentes a los que declaran oficialmente.

La estructura distorsionada de la industria de los FIM pone de manifiesto el escaso equilibrio que existe en nuestro mercado de capitales entre las diversas partes o submercados. Frente a unos mercados de títulos públicos a los que se ha prestado mucha atención, y en el que se ha conseguido un notable grado de perfección técnica, los mercados de títulos de renta variable arrastran un funcionamiento en el que subsisten defectos y deficiencias subsanables. Es claro que para el Tesoro, y para las autoridades monetarias, son más necesarios los primeros que el segundo y esto explica el orden de atención efectiva prestado a unos y otros. Pero seguramente ha debido llegar la hora de los mercados de acciones.

Si se prosigue el esfuerzo de modernización de los mercados de capitales, los FIM pueden jugar un papel esencial en esta tarea. Queremos pensar que las autoridades económicas y financieras españolas no dejarán de considerar a los FIM desde esta perspectiva, y que, aprovecharán, por tanto, sus enormes posibilidades para la mejora de la eficiencia de los mercados.

Madrid, Septiembre de 1992

(*) Catedrático de Política Económica; Director del Departamento de Economía Aplicada de la Facultad de Económicas de la Universidad Complutense; Técnico Comercial y Economista del Estado en excedencia. Al profesor Uxo, miembro del mismo Departamento como Profesor Ayudante, hay que agradecerle su entregada colaboración en la supervisión general del texto y de modo especial la preparación del soporte estadístico e informático. Nuestro agradecimiento a los funcionarios de la CNMV.